

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200015111

UDC _____

学 位 论 文

封闭式基金投资风格的分类与实证研究

Classification and Empirical Analysis of Close-Fund's Investment Styles

杨 育 泳

指导教师姓名: 洪 锡 熙 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2005 年 2 月

论文答辩时间: 2005 年 3 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2005 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 2 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

内 容 摘 要

证券投资基金作为一种集合投资、专业理财、分散风险、收益共享的金融产品和投资工具，在海外证券市场广为流行，深受广大投资者的喜爱和欢迎。我国证券投资基金业虽起步较晚，但发展迅速，在短短的五年多时间里，资产总规模已超过 1600 亿，在我国国民经济和证券市场中扮演了越来越重要的角色，并且仍然存在非常广阔的市场发展空间。随着我国投资基金业的蓬勃发展，风格投资的理念逐渐为各基金管理公司所接受，投资风格的细分现象越来越明显，满足了广大投资者多样化的投资需求。本文讨论了我国证券投资基金的分类方式，在分类的基础上介绍了基金业绩评价体系的一个分支——基金风格分析的两种主要方法，即晨星风格箱法和收益表现风格法，并运用晨星风格箱对 2004 年 6 月底的封闭式证券投资基金的投资风格进行了实证分析，发现大部分封闭式证券投资基金实际的投资风格与其公开声明的投资风格不一致，全部基金均投资于大盘股，而且大部分基金的投资风格是成长型投资基金，对证券投资基金投资者选择适合自己投资风险收益偏好的投资对象提供了有益的信息。

关键词：封闭式基金；投资风格；分类。

Abstract

Fund which invests in securities is very popular in the world. Investors can share risk and earning by using this tool. In China, investment fund was brought in not long ago, but it develops very rapidly. In five years, the total asset of the investment funds in China, which plays an important role in national economy and money market, exceeds 1600 billions yuan. As the fund develops, the concept of style-investment is accepted by more and more fund companies. This paper discusses the classification of investment funds in China, and introduces the Morningstar Style Box and returns-based style analysis, two leading methods in fund style analysis which is an aspect of the fund performance evaluating system, and analyze the close fund's investment style by the end of June of 2004 using Morningstar Style Box. We found that the actual investment styles of most of the close funds differed from what are claimed by the fund companies, that all the close funds invested in large-cap shares, and that most of the funds invested in growing companies. This paper can give some useful information to investors who are interested in investment.

Key Words: Close-fund; Investment Styles; Classification.

目 录

前言	1
第一章 基金风格的分类	3
一、国外基金的分类方法	3
二、我国基金的分类探讨	6
第二章 基金风格研究的主要方法	9
一、晨星风格箱法	9
二、基金收益表现风格法	10
三、相关投资风格研究	12
四、基金风格研究方法在中国的适用性	13
第三章 晨星风格箱实证分析	15
一、分析方法介绍	15
二、分析方法的调整	25
三、实证分析	39
四、分析结果与结论	34
五、本文分析方法的局限性	35
附录	37
参考文献	77
后记	79

Contents

Preface	1
1 Classification of Fund Style	3
1.1 Classification of Fund Style over the World	3
1.2 Discussion over Classification of Fund Style in China	6
2 Leading methods of Fund Style Study	9
2.1 Morningstar Style Box	9
2.2 Earning-based Style Analysis	10
2.3 Survey on Fund Style Study in Recent Years	12
2.4 Applicability of Fund Style Study in China.....	13
3 Empirical Study Using Morningstar Style Box	15
3.1 Introduction.....	15
3.2 Adjustment of Morningstar Style Box.....	25
3.3 Empirical Study	29
3.4 Result and Conclusion	34
3.5 Limitation of this Paper	35
Appendix	37
References	77
Acknowledgements	79

前 言

中国的投资基金起步于 1991 年,《证券投资基金管理暂行办法》在 1997 年 10 月的出台,标志着中国证券投资基金进入规范发展阶段。该暂行办法对证券投资基金的设立、募集与交易,基金托管人、基金管理人和基金持有人的权利和义务,投资运作与管理等都做出了明确的规范。法律法规不断完善,监管力量加强,为基金业的运作创造出良好的外部环境,并推动基金业的迅速发展。随后的几年时间,随着基金规模日益扩大,它对市场的影响也日益重要,逐渐成为证券市场中不可忽视的重要的机构投资者,其中既包括新发行的封闭式与开放式基金,也包括原有投资基金在清理、改制和扩募之后形成的规范化运作的证券投资基金。目前受中国证监会监管的证券投资基金的市值总和已接近 1,600 亿元;同时,基金品种日益多样化,投资风格逐渐凸现,从 1998 年第一批以平衡型为主的基金发展至今,已出现成长型、价值型、复合型等不同风格类型的基金,尤其是随着开放式基金的逐步推出,基金风格类型更为鲜明,为投资者提供了多方位的投资选择。基金的投资风格决定其资产配置情况,而资产配置在基金的业绩贡献中,占绝大部分的比例。在威廉·夏普于 1992 年发表的论文《管理风格和业绩评价》中,这个比例占了 90%以上^①。但由于种种原因,投资风格的问题在国内一直没有得到足够的重视,主要表现在两个方面:一是大部分的基金对在自己投资风格的阐述上信口开河,宣称的风格与实际操作的风格不符,或者实际操作中投资风格已经改变却没有披露相关信息;二是对基金风格的大部分研究主要是根据基金在不同市场条件下的业绩表现,主观地对基金的风格做出判断,随意性较大。本文将运用基于投资组合的晨星风格箱分析方法对基金的投资风格做出一个客观的分析。

^① W. Sharpe, "Management Style and Performance Measurement", Journal of Portfolio Management, 1992.

同时，基金投资风格分析研究是促进基金业健康发展的重要环节，无论对投资者和基金管理公司，还是市场监管部门都具有非常重要的意义。

对投资者而言，通过分析基金的投资风格，可以获得基金投资操作的准确信息，从而能及时调整投资策略，选择适合于自己投资偏好的基金，避免盲目被部分基金华而不实的名称或基金销售商的夸张描述所误导而遭受损失，特别是对于社保基金、保险基金等机构投资者来说，可以根据基金的风格信息更好地进行资产组合配置和风险控制。

对基金管理公司而言，一方面可以通过基金风格分析来优化配置资产组合，同时，还能够根据基金风格分析的结果，对相关资产进行调整，以使自己的基金产品特点更鲜明，更易得到投资者的关注和认同。

对监管部门而言，则可以通过基金风格研究掌握基金的实际运作特点和表现特征，更好地进行监管和政策引导。

本文拟对基金的投资风格分类进行探讨，在分类的基础上介绍基金业绩评价体系的一个分支——基金风格分析的两种主要方法，即晨星风格箱法和收益表现风格法，并运用晨星风格箱方法对封闭式基金的实际投资风格进行实证分析，比较各基金在招募书所宣称的投资目标、投资策略与实际投资组合所体现的投资风格之间的差异，为基金投资者构建基金投资组合提供一些信息。

第一章 基金风格的分类

随着我国基金业的发展,基金的数目会越来越多,种类也会越来越多。对基金有一个更加细致的分类,这是投资者、基金管理公司、基金评估机构、监管部门多方的需要。同时,美国是基金业最发达的国家,其对基金的分类方法对我国的基金分类有很好的借鉴作用。

一、国外基金的分类方法

1. 两种基本的分类方法

基金按什么标准分类呢?构成基金的要素有多种,如基金组织特征、投资对象、基金投资目标策略、基金营销等等。从分类学上讲,按不同的特征进行不同的组合可以有多重的分类。现实中虽然各国基金分类的做法有小异,但大体上采用两种方法。一是以美国为代表的分类,先将基金按其投资对象分为股票、债券、货币市场和混合基金(Hybrid Fund,既投资债券又投资股票)几类,然后进一步根据投资目标、投资策略分类,比如股票基金分为积极成长股票基金、成长股票基金等。这是目前的主流方法,绝大多数国家(地区)是以这种方法进行分类的,不管其是契约型还是公司型,只是具体的基金种类略有区别。比如台湾地区,是先将基金分为股票、债券股票平衡型、债券型、海外债券型四类,再进一步细分。另一种基金分类方法是很特别的英国式分类法,先将基金按投资目标分为收益型、成长型、专门基金(Specialist Fund),然后再进一步按投资于债券、股票等分类。

2. 基础大类的细分

上面讲的是大的分类(债券、股票、货币市场、混合),再往下则需进一步对基金进行划分。对于债券基金、货币市场基金,由于其投资对象的特殊

性，基金的收益稳定，风险相对较小，细分相对简单，比如按是否征税分为免税基金(Tax-exempt Fund)与征税基金，或者分为政府债券基金与公司债券基金，或者分为长期基金与短期基金等；但对股票基金的细分就很有讲究了，因为股票基金的投资目标、投资策略千差万别，且股票基金最能体现个人风格各异的基金经理的主观能动性。很大程度上，对股票基金的分类实质上是对基金的风格进行分类，鉴于美国的基金业是世界上最发达的，我们以美国的股票基金分类为例。

3. 股票基金的分类比较

美国是如何对股票基金进行分类的呢？首先是将有特殊投资方向的基金分出来，这类基金主要分为国际(地区)股票基金和专门(部门)基金两大类。国际(地区)股票基金投资于某些特定地域的股票，比如新兴市场基金(Emerging Markets Funds)、大中华地区(China Region Fund)基金等；专门(部门)股票基金通常投资于某些特定的行业和部门，比如公用事业基金(Utility Fund)、健康生物基金(Health/Biotechnology Funds)等。然后是对没有任何特别投资限制的一般性股票基金进行分类，主要是按基金的风格进行划分，这是我们常见的分法。

(1) 事前分类与事后分类

美国对股票基金的风格分类有两种分类方法，一是事前分类，即按照基金的招募说明书的投资目标和投资策略分类(Based On Prospectus Language)；二是事后分类，即基于基金公布实际投资组合分类(Portfolio-based Classification Approach)。事前分类，是按基金招募说明书所宣称的类别将基金归入该类，前提是已有市场认可的基金分类标准。这种分类方法一般将基金所属的类别体现在基金的名称当中，比如 xx 积极成长基金。关于投资目标有些基金有很大灵活性，可能其实际投资与其招募说明书宣称的并不一致，所以事后分类是不按基金自称的所属类别分类，而是按照它所实际投资

的组合来判断其所属类别，这种方法一般要对基金所实际投资的上市公司的市值大小、P/E、P/B 值、历年成长性等进行分析，然后根据投资组合总的特点，再对基金进行分类。美国最常用的基金分类标准有 ICI 和 Morningstar（晨星）公司、Lipper 公司的标准。过去，这三种分类都是事前分类，主要根据基金在招募说明书中对基金投资目标和投资策略的描述将其归类；但 1996 年 Morningstar 改为根据基金实际持有的资产分类，1999 年 Lipper 也改为根据基金持有的实际组合进行分类，只有 ICI 一直沿用传统的分类，并于 1998 年将基金从 21 类增加为 33 类。

（2）成长、收益与成长、价值

在对基金的风格划分中，我们可以看出有两个体系。一是 ICI 传统的分法：将所有股票基金的风格分为成长(Growth)和收益(Income)两类，居中的叫成长收益型(Growth&Income)，根据程度的不同又将成长分为积极成长型(Aggressive Growth)和成长型(Growth)。二是 Morningstar 和 Lipper 的方法，它们将基金分为成长(Growth)和价值(Value)两类，中间风格的基金 Morningstar 称为 Blend，Lipper 称为 Core，即平衡型。

基金风格分类的这两种体系之间有何关联呢？首先成长型(Growth)是二者共同的；通过研究也发现，ICI 的成长收益型(Growth&Income)也基本等同于平衡型(Blend, Core)。但收益型基金与价值型基金的关联在哪里呢？这里顺便谈一下投资目标和投资策略与基金分类的关系。投资目标无外乎资本增值和获取收益两种，以获取收益为投资目标的基金肯定是收益型基金(ICI)或价值型基金(Morningstar、Lipper)，因为股票只分为价值型和成长型两种，获取收益肯定要买价值型股票。在美国，价值型股票(多为传统产业)分红派现都比较高，因为上市公司业绩或收入不能大幅增长，如果不能分红派现，显然没有价值。所以 ICI 体系中的收益型基金都是 Morningstar、Lipper 体系中的价值型基金。但以寻求资本增值为投资目标的基金可能是成长型，也可能

是价值型，这主要由基金的具体投资策略决定。基金的投资策略是指基金为达到投资目标所采取的具体方式，比如，有的基金写明购买成长型股票，有的购买价值型股票，有的写明可以购买一定量的衍生金融工具，有的写明主要投资小盘公司，有的主要投资大盘公司等等，不一而足，风格各异。以 Janus strategic value fund 为例，它以追求长期资本增值为投资目标，ICI 将其归入成长型，但它的投资策略写明是购买价值型股票，所以 Morningstar、Lipper 将其归入价值型。

（3）常见的九大类股票基金

Morningstar 和 Lipper 还进一步根据基金投资对象分为大盘(large-cap)、中盘(mid-cap)、小盘(small-cap)基金，加上三种投资风格，两两综合起来，就可以将股票基金分为九种。因为基金都需要在招募说明书中阐明自己的投资目标和投资策略，并且很多基金在其名字中也将风格分类体现出来，所以 ICI 可以容易地对基金进行事前分类，基本上以寻求资本增值为投资目标的基金属于成长型，为获得业绩或业务收入加速增长的基金(Accelerated earnings Or avenue fund)则为积极成长型，寻求现时收益的基金为收益型基金，而既寻求资本增值又寻求现时收益的基金为成长收益型。而 Morningstar 和 Lipper 公司的分类属于事后分类，其中平衡型(Core, Blend)属于它们自己的创造，很少在基金名字中看到这种名称。

二、我国基金的分类探讨

随着我国基金业的发展，基金的数目会越来越多，也会面临基金的分类问题，因为投资者需要在众多的基金中挑选出适合自己的品种，基金管理公司也需要找到合适的比较标准。严格地说，《证券投资基金管理暂行办法》关于国债投资比例的规定限制了基金的品种。可以说，目前我们所有的证券投资基金相当于美国的混合基金(Hybrid Fund)，具体而言是混合基金里面的平衡基金(Balanced Fund)。美国的股票基金是不会对买多少国债做任何限制

的，如果要求必须买一定比例国债，那就是混合基金。混合基金分为四种：一是资产配置基金(Asset Allocation Funds)，要求在股票、债券和货币市场工具中保持固定的比率；二是平衡基金，通过投资一个特定的股票、债券组合，来兼顾资产保值、一定的现金收入、资本增值三个目标；三是灵活组合基金(Flexible Portfolio Funds)，对任意的这三类资产都可以最高持有到 100%；四是混合收入型基金(Income Mixed Funds)，主要获取高的现时收入，资本增值不是目标。对比之下，我国的证券投资基金投资对象单一，几乎都投资于股票，按照股票基金的方式来处理有关分类问题较为合适。

在风格划分上，建议按照 Morningstar、Lipper 的做法，划分为成长、平衡、价值三类。为什么不按照 ICI 的分法——成长和收益呢？众所周知，我国上市公司的分红派现比例非常低。1996—1999 年我国进行分红的上市公司的比率都只在 30% 左右，后来管理层提出分红是再融资的前提，但总的分红率还是比较低的，以获取收益为投资目标的基金也是不可取的。即使将来上市公司的分红派现比率提高，有些基金可以获取现时收益为投资目标，还可以划归价值型基金。在目前环境下，可以很肯定地说，所有基金都必须以追求资本保值、增值为目标(而不是收益)，但有投资于成长型股票和价值型股票的区别，二者达到资本增值的途径不同。成长型股票是由业绩的高速增长来带动股价的攀升，价值型股票则是基于市场对其价值的重新认识而带动股价向价值回归，所以划分为成长型基金和价值型基金是可行的。

我国目前上市的封闭式基金有 54 只，其投资风格按事前分类，只有基金天元和基金金鑫宣称投资于大盘股，基金景博宣称投资于中小盘股，其余基金均未声明所投资股票的规模风格；只有基金科瑞、基金久富和基金丰和宣称投资于价值型股票；有基金金泰、基金泰和等 11 只基金宣称平衡投资于价值和成长型股票；而其余 40 只基金则宣称投资于成长型股票（见表 1）。

表 1： 封闭式基金风格事前分类

基金名称	规模	价值成长	基金名称	规模	价值成长	基金名称	规模	价值成长
基金安信		成长	基金开元		成长	基金兴安		成长
基金汉盛		成长	基金普惠		成长	基金融鑫		成长
基金裕阳		成长	基金同益		成长	基金久嘉		成长
基金景阳		成长	基金景宏		成长	基金通宝		成长
基金兴华		成长	基金裕隆		成长	基金科瑞		价值
基金安顺		成长	基金景博	中小盘	成长	基金久富		价值
基金金元		成长	基金裕华		成长	基金丰和		价值
基金金鑫	大盘	成长	基金鸿飞		成长	基金金泰		平衡
基金安瑞		成长	基金同智		成长	基金泰和		平衡
基金裕元		成长	基金金盛		成长	基金汉兴		平衡
基金景业		成长	基金裕泽		成长	基金兴和		平衡
基金普润		成长	基金天华		成长	基金通乾		平衡
基金金鼎		成长	基金兴科		成长	基金银丰		平衡
基金汉鼎		成长	基金安久		成长	基金普丰		平衡
基金兴业		成长	基金隆元		成长	基金天元	大盘	平衡
基金科讯		成长	基金普华		成长	基金同盛		平衡
基金汉博		成长	基金科汇		成长	基金景福		平衡
基金同德		成长	基金科翔		成长	基金鸿阳		平衡

资料来源：根据国泰君安网站的基金公告信息收集整理而得。

第二章 基金风格研究的主要方法

基金风格的研究是在上世纪六、七十年代美国有关共同基金业绩学术大讲座的基础上发展起来的。1992年，夏普和晨星公司分别从不同角度出發，对美国共同基金的投资风格进行了较为系统的研究。此后，基金风格研究得到了人们越来越多的关注，并在实务中得到了越来越广泛的应用。特别是近年来，针对基金风格进行的研究逐渐成为基金业绩评价领域的热点，基金风格分析逐渐发展成为基金业绩评价体系中不可缺少的重要组成部分。

一、晨星风格箱法

晨星投资风格箱(Morningstar Style Box)方法创立于1992年，旨在帮助投资人分析基金的投资风格，它迅速得到了机构投资者和个人投资者的广泛认同。不同的投资风格往往形成不同的风险和收益水平，因此对投资人而言，了解和考察其资产的投资风格非常重要。晨星投资风格箱提供了一种直观简便的分析工具，协助投资人优化投资组合并对组合进行监控。

该方法将影响基金业绩表现的两项因素——基金所投资股票的规模与风格单列出来。它以基金持有的股票市值为基础，将基金投资股票的规模风格定义为大盘、中盘和小盘；以基金持有的股票价值—成长特性为基础，将基金投资股票的价值—成长风格定义为价值型、平衡型和成长型。

晨星投资风格箱是一个正方形，划分为九个网格，纵轴描绘股票市值规模的大小，分为大盘、中盘、小盘；横轴描绘股票的价值—成长定位，分为价值型、平衡型、成长型。投资风格箱简单直观地展现了基金的资产配置风格，投资人首次得以依据基金的投资组合而不是根据基金的名称或推销者的描述来评价基金。该方法是晨星对基金进行风格分类的基础，为基金分类和

追踪基金投资组合提供了行业标准。

2002 年 3 月，晨星公司对于原有的投资风格箱方法进行改进，推出了新的晨星投资风格箱。

旧方法用的是基础股票的市值中位数来分析基金持股的规模；对价值—成长坐标的定位则是建立在收益价格比和净资产价格比两项比率的基础上。

新方法用“10 因子分析”法衡量股票的价值—成长定位，其中 5 个因子分析价值得分、另 5 个因子分析成长得分。在衡量股票市值规模时，则以更具弹性的划分法取代市值中位数法来界定大、中、小盘。

其中，股票的价值得分反映投资人对上市公司预期收益、净资产、收入、现金流和分红的综合考虑，愿意为每股股票支付的价格状况。成长得分反映上市公司的成长性，包括收益、净资产、收入和现金流四项因素。

新方法由股票的基础分析开始，形成一个共享的分析平台，适用于基金研究、资产配置和市场监管(指数跟踪)。晨星于 2002 年对美国股票和基金研究引入上述新方法，并于 2004 年 3 月将其推广应用到非美国市场的股票和全球基金。目前，晨星投资风格箱广泛应用于股票投资产品，包括开放式基金、封闭式基金、独立账户等。

二、基金收益表现风格法

证券投资基金收益表现风格指证券投资基金的净值收益变化特征。对基金收益表现风格进行研究和分析的方法主要是采用对各种资产因子的回归分析。1992 年，夏普使用 12 因子（短期票据、中期政府债、长期政府债、公司债、抵押证券、大盘价值股票、大盘成长股票、中盘股票、小盘股票、非美国债券、欧洲股票、日本股票）模型对共同基金的风格进行了研究。此后，各种资产因子分析模型不断出现，成为除组合资产特征分析法之外的另一类基本的基金风格研究方法。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库